

Panoramica sull'asset class obbligazionaria

Marzo 2024

Anche se nell'ultimo anno l'inflazione si è decisamente avvicinata all'obiettivo del 2% della Federal Reserve (Fed), i dati di gennaio e febbraio ci inducono a pensare che tali progressi siano ora in frenata. A febbraio l'IPC complessivo ha toccato una massima di sei mesi dello 0,4%, con un balzo al 3,2% del dato anno su anno.

Analisi del mese e del trimestre

Nonostante i dati sull'inflazione più elevati nei mesi di gennaio e febbraio, il presidente della Fed Powell non è apparso preoccupato, considerandoli come un semplice ostacolo lungo l'attuale percorso verso la disinflazione. Ciò detto, in seguito ad alcuni dati più aggressivi verso la fine del mese, Powell ha affermato che "non deve esserci alcuna fretta di tagliare", quindi resta da vedere se i toni della Fed cambieranno nelle prossime settimane.

I dati più elevati sull'inflazione, insieme a quelli positivi sulla crescita del trimestre (l'economia statunitense è cresciuta del 3,4% nel quarto trimestre del 2024), hanno dato forte impulso all'indice S&P 500 (+10,6% da inizio anno), visto una contrazione degli spread di credito high yield e un aumento dei prezzi del petrolio (il greggio Brent con +13,6% sul trimestre a \$87,48/bbl). Trimestre molto più fiacco invece per i titoli di Stato. In base agli indici ICE BofA, i Treasury statunitensi (-0,9%), i bund tedeschi (-1,4%) e i gilt britannici (-1,7%) hanno arrancato nel corso del trimestre per via di un'inflazione ancora ostinata e del fatto che le banche centrali abbiano rinviato le tempistiche dei tagli ai tassi rispetto all'inizio dell'anno. Nonostante il periodo complessivamente debole, marzo ha offerto un contesto più vantaggioso per i titoli sovrani, anche se a fine mese i dati rialzisti hanno determinato una correzione.

Giugno sembra essere il momento più probabile per un primo taglio dei tassi da parte della Fed; il numero implicito di tagli dei tassi USA nel 2024 si è ridotto a non oltre i tre, dai sei-sette tagli previsti alla fine del 2023. A marzo sono stati raggiunti altri due importanti traguardi: in primo luogo, la Banca del Giappone ha posto fine alla sua politica di tassi di interesse negativi e, in secondo luogo, la Banca nazionale svizzera è stata la prima banca centrale del G10 ad abbassare i tassi in questo ciclo, con un taglio di 25 punti base del suo tasso di riferimento all'1,50%.

Nel primo trimestre del 2024 le nuove emissioni di obbligazioni societarie investment grade (IG) hanno raggiunto livelli record. A marzo è proseguita la contrazione degli spread, sostenuta dalla decisione della

Fed di mantenere tre tagli dei tassi quest'anno, nonostante il recente aumento delle pressioni inflazionistiche. Come nei mesi precedenti, l'asset class continua a offrire livelli di rendimento storicamente elevati, con l'indice EUR IG al 3,8% e gli indici GBP e USD al 5,4%.

Il mese di marzo ha visto un solido risultato del mercato high yield (HY), con l'HY globale che ha generato una performance dell'1,1% nel mese, portando le performance da inizio anno (YTD) al 2,0%. La maggior parte dei segmenti ha registrato una buona performance nel mese, ad eccezione dei settori di telecomunicazioni e cablaggio, che sono scesi rispettivamente del 2% e dello 0,1%. In termini di emissioni HY è stato il trimestre più vivace degli ultimi due anni; nel mese di marzo il ritmo si è attenuato e la traiettoria dovrebbe mantenersi tale anche in futuro.

Nei mercati emergenti (EM), la valuta locale ha sofferto rispetto alla valuta forte (HC) nel mese di marzo, con i titoli sovrani HC che hanno messo a segno la performance più solida con il 2,1% da inizio mese (2,0% da inizio anno). Gli spread hanno continuato a contrarsi su tutto il segmento, in particolare per titoli societari e investment grade. Il mercato ha dato complessivamente prova di un comportamento pro-rischio, ma è stato in qualche modo frenato dal ridimensionamento delle aspettative di taglio dei tassi USA, con 80-90 punti base ora prezzati nel mercato per il resto dell'anno.

Inflazione

Gli attori di mercato si aspettavano una retorica aggressiva da parte del presidente della Fed Jerome Powell, visti i recenti dati sull'inflazione. Tuttavia, verso la fine del mese Powell e il comitato hanno deciso di sorprendere positivamente il mercato adottando un tono più accomodante durante la riunione del Federal Open Market Committee (FOMC) di marzo.

Ecco i due punti chiave del discorso di Powell:

1) I funzionari della Fed ritengono che i recenti valori elevati dell'inflazione siano per lo più un rumore di mercato

e che non altereranno la traiettoria generale. Di conseguenza, il FOMC ha mantenuto intatte le sue previsioni di tre tagli dei tassi nel corso di quest'anno.

2) Tapering della contrazione quantitativa (QT): Powell ha lasciato intendere che la Fed potrebbe a breve rallentare il ritmo della sua contrazione quantitativa, favorendo così ulteriormente una distensione della politica monetaria.

Nel complesso, è stata una riunione accomodante del FOMC, chiaramente più di quanto previsto dal mercato. Di conseguenza, sia i titoli obbligazionari che quelli azionari hanno registrato un balzo in avanti.

Tuttavia, siamo stati piuttosto sorpresi dal fatto che questa retorica accomodante sia stata accompagnata da un outlook macroeconomico piuttosto aggressivo. Come di consueto, il FOMC ha aggiornato la sua sintesi delle proiezioni economiche (SEP), che fornisce informazioni sulle proiezioni dei membri del comitato per le principali variabili economiche. Le aspettative sono state riviste al rialzo. Il comitato prevede ora una crescita più elevata nel 2024, con una crescita del PIL del 2,4% rispetto all'1,4% previsto in precedenza, e un'inflazione core più elevata (2,6% rispetto alla precedente previsione del 2,4%), oltre a un tasso di disoccupazione più basso (4,0% rispetto al 4,1% inizialmente previsto).

In conclusione, la retorica accomodante del FOMC sembra in contrasto con le sue proiezioni economiche "hawkish". Se le proiezioni si riveleranno accurate, potrebbe essere difficile per il FOMC attuare effettivamente un allentamento della politica monetaria.

Titoli governativi dei mercati sviluppati

Il primo trimestre del 2024 è stato favorevole agli asset di rischio, ma i titoli sovrani dei mercati sviluppati (DM) hanno generalmente risentito di un contesto di inflazione persistente, crescita più debole e delle ridotte aspettative di taglio ai tassi. Tuttavia, marzo è stato un mese migliore per i titoli sovrani, che hanno invertito alcune delle perdite subite a gennaio e febbraio. L'indice Bloomberg Global Aggregate Treasuries, ad alto contenuto di titoli dei mercati sviluppati, è salito dello 0,8% nel corso del mese. Riteniamo quindi che quest'asset class presenti ancora delle opportunità.

Negli Stati Uniti, è rimasta di attualità anche a marzo la tematica del ridimensionamento delle aspettative di taglio dei tassi della Fed. Sebbene tradizionalmente le altre principali banche centrali attendano che sia la Fed a fare la prima mossa, il mercato sta ora valutando una mossa da parte della Banca Centrale Europea (BCE) e della Banca d'Inghilterra (BoE). Il deflatore PCE core annuale (la misura dell'inflazione preferita dalla Fed) a febbraio è rallentato al 2,8%. Secondo le previsioni, la Fed vorrà

vedere il deflatore core PCE annuale scendere a +2,5% prima di iniziare a tagliare i tassi. L'indice dei Treasury USA ha registrato un risultato positivo dello 0,6% a marzo, dopo la debolezza di gennaio e febbraio.

Nell'eurozona si è assistito a un insieme eterogeneo di interventi accomodanti e rialzisti delle banche centrali nel corso del mese, sebbene sia previsto un taglio di 25 punti base da parte della BCE nella riunione di giugno. I dati sull'inflazione di marzo saranno essenziali a comprendere se la BCE agirà in linea con le aspettative del mercato, dato il suo approccio fortemente dipendente dai dati. Anche le obbligazioni sovrane dell'eurozona hanno registrato un andamento positivo nel mese, pari allo 0,9%, dopo un inizio negativo nei primi due mesi dell'anno.

Nel Regno Unito, i numeri dell'IPC di febbraio hanno riservato una sorpresa positiva: l'IPC complessivo è sceso al 3,4% anno su anno rispetto al 4,0% di gennaio e l'IPC core è sceso al 4,8% dal 5,1%. Per questo motivo, il mercato ha rivisto al rialzo la possibilità di tagli dei tassi quest'anno. C'è un crescente ottimismo sul fatto che la Banca d'Inghilterra possa tagliare entro giugno, ma questo dato non è ancora del tutto prezzato. I gilt sono stati i titoli sovrani più performanti tra i Paesi sviluppati, con un rendimento del +1,7% dopo un inizio deludente nel 2024.

La Banca del Giappone (BOJ) ha posto fine a un periodo di otto anni di politica di tassi di interesse negativi con il primo aumento dei tassi in quasi due decenni. Il tasso di riferimento è passato da -0,1% a un intervallo di 0,0-0,1%. Il rendimento dei titoli di Stato giapponesi a due anni (JGB) ha raggiunto lo 0,18%, il livello trimestrale più elevato dal 2011. Nonostante questa mossa significativa della Banca del Giappone, la banca centrale ha dichiarato di prevedere il mantenimento di condizioni finanziarie accomodanti per il momento.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Performance complessive titoli di Stato (in valuta locale)

	Rendimento a 10 anni%	Performance complessiva % (1m)	Performance complessiva % (da inizio anno)
Treasury	4,2	0,6	-0,9
Bund	2,3	0,9	-1,4
Gilt	3,9	1,7	-1,7

Fonte: Bloomberg, 31 marzo 2024

Credito investment grade

Gli spread hanno continuato a contrarsi, sostenuti dalla decisione della Fed di mantenere tre tagli dei tassi

quest'anno, nonostante il recente aumento delle pressioni inflazionistiche. Inoltre, la crescita positiva contribuisce a rafforzare il mercato del credito, restando il rischio di insolvenza piuttosto contenuto. Di conseguenza, gli indici IG hanno generalmente registrato una buona performance a marzo, beneficiando di spread più contratti e di tassi di interesse stabili o più modesti. Gli indici IG USD e EUR hanno registrato un guadagno dell'1,2%, mentre l'indice GBP è aumentato dell'1,8%.

Nel corso del mese, i nomi a beta più elevato hanno continuato a sovraperformare e le curve di credito si sono appiattite. Tra i rating, i BBB hanno generalmente sovraperformato le categorie di qualità superiore, mentre i ciclici hanno superato i non ciclici. L'indice Global Investment Grade offre attualmente uno spread di 99 punti base, leggermente inferiore rispetto al mese precedente. L'asset class continua a offrire livelli di rendimento storicamente elevati. L'indice IG EUR sta generando un rendimento del 3,8%, mentre gli indici GBP e USD IG rendimenti del 5,4%.

In prospettiva

Il contesto macroeconomico resta favorevole per l'asset class. Le pressioni inflazionistiche si stanno gradualmente attenuando e le economie stanno crescendo, anche se a un ritmo più lento. I rendimenti sono ancora storicamente elevati e sono ormai previsti tagli dei tassi per l'anno in corso, il che dovrebbe favorire gli investimenti a reddito fisso in generale.

Inoltre, è importante evidenziare alcune caratteristiche chiave che rendono quest'asset class oggi interessante:

1. **Sofisticatezza del mercato:** il panorama degli investimenti è diventato più sofisticato, con conseguente riduzione dei costi di transazione. Questa maggiore efficienza del mercato ha avvantaggiato in particolare gli investitori in titoli IG.
2. **Opportunità in crescita:** negli ultimi anni, l'universo investibile del segmento investment grade è cresciuto in modo considerevole, offrendo agli investitori un bacino molto più ampio di opportunità da esplorare.
3. **Miglioramento della qualità del credito:** negli ultimi anni la qualità del credito globale di alto livello ha registrato notevoli miglioramenti. Ci sono state più revisioni positive che negative, che hanno messo in luce la generale solidità dei bilanci delle società. In particolare, è aumentata la percentuale di obbligazioni con rating a singola A, che potrebbero diventare una componente significativa degli indici IG. Appena tre anni fa, il 51% quasi dell'indice Global IG presentava un rating BBB, mentre circa il 39% un rating a singola A. Attualmente le obbligazioni sicure con rating a singola A sono prossime a

diventare la componente principale degli indici IG per la prima volta in quasi 10 anni.

4. **Valutazioni:** la remunerazione aggiuntiva per gli investimenti in obbligazioni societarie (spread) è diminuita negli ultimi mesi. Ciò dovrebbe indurre gli investitori ad adottare un approccio più cauto e a privilegiare le società di qualità superiore, come quelle dell'universo IG. Inoltre, il rendimento complessivo offerto da quest'asset class rimane storicamente interessante.

5. **Diversificazione naturale:** il mercato dei titoli investment grade trae ulteriore vantaggio dalla sua naturale diversificazione, in quanto combina il rischio di duration e di credito. Se le economie dovessero entrare in recessione, la componente di duration di questa classe d'investimento ne sosterrrebbe l'andamento in quanto i tassi dovrebbero diminuire. D'altro canto, se le economie dovessero continuare a crescere, gli spread rimarrebbero probabilmente sostenuti, favorendo così le performance delle obbligazioni IG.

In sintesi, sebbene gli spread non appaiano storicamente allettanti, il contesto macroeconomico positivo, unito alle caratteristiche sopra citate, rende a nostro avviso quest'asset class particolarmente interessante per gli investitori. Riteniamo che gli investitori attivi possano continuare a trarre vantaggio dalle dislocazioni del mercato, attenuando l'impatto della contrazione degli spread e ottenendo potenzialmente performance migliori.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Performance complessive investment grade

	Spread di credito (bps)	Performance complessiva % (1m)	Performance complessiva % (da inizio anno)
IG USA	93	1,2	-0,1
IG Europa	112	1,2	0,4
IG Regno Unito	117	1,8	0,1

Fonte: Bloomberg, 31 marzo 2024

Credito high yield

A marzo il mercato HY ha registrato una solida performance grazie alla moderazione dell'offerta e alla stabilità dei tassi. I mercati HY globali hanno messo a segno un risultato dell'1,1% nel mese, portando al 2,0% la performance da inizio anno. I mercati HY europei hanno registrato una performance inferiore (restituendo solo lo 0,4%), trascinati al ribasso da Altice France e da altri fallimenti di rilievo. Il segmento CCC è stato particolarmente colpito, con un risultato del -4,0%.

Gli spread HY statunitensi si sono ulteriormente contratti chiudendo a 312 punti base. Gli spread HY UE si attestavano a fine marzo a 362. Questi valori sono ora molto vicini ai minimi decennali del 2022 (301 bps). La compressione degli spread è stata favorita da un elemento tecnico costantemente solido.

I BB di qualità superiore hanno beneficiato del calo della volatilità dei tassi e sovraperformato nel corso del mese. La categoria dei titoli con rating CCC è stata esposta a una maggiore volatilità (soprattutto in Europa) e ora risulta interessante su una base di valore relativo.

La maggior parte dei settori ha registrato una solida performance, ad eccezione delle imprese di telecomunicazioni e cablaggi, in calo rispettivamente del 2% e dello 0,1%.

L'offerta si è moderata leggermente a marzo, ma il primo trimestre del 2024 rimane il più vivace degli ultimi due anni. Molte società hanno approfittato della leggera discesa dei tassi per rifinanziare le prossime scadenze 2025/2026. Ci aspettiamo che il ritmo delle emissioni si attenui nel tempo.

View di mercato attuali

- Gli spread HY rimangono poco entusiasmanti, ma i rendimenti complessivi sono ancora interessanti e offrono margine per rendimenti assoluti e carry. Con tagli ai tassi moderati, spread contenuti e un contesto di default mite, a nostro avviso l'asset class potrebbe ancora offrire rendimenti a una cifra elevata su 12 mesi.
- I mercati HY continuano a registrare afflussi ed emissioni contenute rispetto agli anni precedenti. Pertanto, a nostro avviso, il fattore tecnico di mercato rimane positivo e dovrebbe contribuire a contenere/supportare gli spread, anche agli attuali livelli di contrazione.
- Riteniamo che i fondamentali diano ancora prova di resilienza, in quanto molti crediti di qualità inferiore sono riusciti a rifinanziarsi attraverso il credito privato o il mercato dei prestiti. I potenziali tagli futuri dei

tassi giocheranno anche a favore di molti settori ed emittenti, come quello immobiliare.

- La gestione attiva è più importante che mai, dato l'aumento dei rischi legati ai titoli e ai Paesi, come nel caso di Altice France (SFR Group), il cui proprietario sta cercando di progettare una ristrutturazione (compresi haircut obbligazionari) minacciando gli obbligazionisti di utilizzare i proventi della cessione degli asset al di fuori del gruppo.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Performance totali high yield

	Spread di credito (bps)	Performance complessiva % (1m)	Performance complessiva % (da inizio anno)
HY USA	312	1,2	1,5
HY Europa	362	0,4	1,7

Fonte: Bloomberg, 31 marzo 2024

Obbligazioni dei Paesi emergenti

Nel mese di marzo il mercato in valuta locale ha sottoperformato i mercati in valuta forte, con i titoli sovrani (in valuta forte) che hanno registrato le performance migliori. La contrazione degli spread è proseguita su tutto il segmento, con le società e i nomi IG particolarmente contratti. Solo le obbligazioni con rating a tripla C continuano a scambiare a livelli più ampi rispetto a prima del Covid. Il mercato si è mantenuto ampiamente pro-rischio ma le aspettative di taglio dei tassi USA sono state ridimensionate, con 80-90 punti base ora prezzati per il resto dell'anno.

Le obbligazioni sovrane in valuta forte continuano ad avere buoni rendimenti, come è avvenuto per tutto il 2024. Tra i trend costanti, l'HY continua a sovraperformare l'IG. Da inizio mese, HY e IG hanno reso rispettivamente lo 0,5% e il 2,4%, mentre da inizio anno i rendimenti sono ancora più eterogenei: 4,75% e -1,2%. A ulteriore sostegno della performance del mercato e sotto la spinta di un più ampio trend di contrazione degli spread, l'indice NEXGEM, incentrato sui mercati di frontiera, ha registrato un rendimento del 3,5% nel corso del mese.

Da inizio anno, le porzioni di mercato in valuta forte sono ora in territorio positivo, con il calo di gennaio ormai compensato. L'America Latina ha dominato la performance dello spazio sovrano in valuta forte nel mese di marzo. Le obbligazioni in valuta locale, tuttavia, sono ancora leggermente negative e il cambio ha continuato a

pesare sulla performance, dato il costante vigore del dollaro statunitense. In termini di valute locali, la regione del Medio Oriente è quella che ha registrato la performance più deludente, mentre l'Asia è stata la più brillante. Anche in questo caso, si tratta di una tendenza prevalente per buona parte dell'anno.

Il mercato delle obbligazioni societarie ha messo a segno risultati positivi grazie alla contrazione degli spread nei crediti HY, con la porzione HY che ha registrato un rendimento dell'1,2% rispetto al rendimento IG dello 0,9%. All'interno del segmento societario, i settori più brillanti sono stati quello immobiliare, petrolifero e gas e i servizi di pubblica utilità, mentre i finanziari, le infrastrutture e i metalli e l'industria mineraria sono stati i più deludenti. A ulteriore sostegno della narrativa della performance HY, le regioni che di solito comprendono emittenti societari con un rating inferiore, come l'Africa e l'America Latina, hanno registrato le performance migliori, con Ghana ed Ecuador in particolare evidenza. Al contrario, la regione del Consiglio di Cooperazione del Golfo (CCG) è rimasta indietro, a causa del suo status investment grade e dei livelli di spread molto contratti.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Performance complessive obbligazioni mercati emergenti

	Spread di credito (bps)	Performance complessiva % (1m)	Performance complessiva % (da inizio anno)
Governativi in valuta locale	N/A	0,0	-2,1
Governativi in valuta forte	351	2,1	2,0

Debito corporate in valuta forte	276	1,0	2,3
---	-----	-----	-----

Fonte: Bloomberg, 31 marzo 2024

Valute

Il dollaro statunitense ha guadagnato terreno dato che la Fed non ha attuato i suoi tagli ai tassi di interesse.

Nonostante la conclusione della politica di tassi di interesse negativi da parte della Banca del Giappone, lo yen ha arrancato rispetto al dollaro, visti i toni accomodanti mantenuti dall'istituto di credito nipponico.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Coppie di valute chiave

	Variazione % (1 m)	Variazione % (da inizio anno)
GBP/USD	0,0	-0,8
GBP/EUR	0,2	1,4
EUR/USD	-0,1	-2,3

Fonte: Bloomberg, 31 marzo 2024

Il valore degli investimenti è destinato a oscillare. Questo determina il movimento al rialzo o al ribasso dei prezzi e la possibilità che non si riesca a recuperare l'ammontare inizialmente investito.

Le opinioni espresse in questo documento non sono da intendersi come raccomandazioni, consigli o previsioni.